

**Т. С. Юкна**

*преподаватель Рижского университета им. П. Страдыня,  
докторант, магистр юридических наук (Латвия)*

## **К ВОПРОСУ О ТЕНДЕНЦИЯХ РАЗГРАНИЧЕНИЯ СДЕЛОК «РЕПО» И ОСТАЛЬНЫХ СДЕЛОК ФИНАНСИРОВАНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ В ПРАВЕ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА**

Сделка «РЕПО» по своей юридической сути является совокупностью двух разнонаправленных сделок купли-продажи ценных бумаг, формирующих единый договор между сторонами, согласно которому сторона, продающая ценные бумаги, в определенную дату обязуется эти бумаги откупить по установленной цене в будущем, а сторона, покупающая ценные бумаги, обязуется эти бумаги продать, при этом экономической целью «РЕПО» является либо получение займа под залог ценных бумаг, либо непосредственно заем ценных бумаг. Как уже неоднократно указывалось ранее не только известными цивилистами (М. М. Агарков, 1927, А. Ф. Федоров, 1911, Н. О. Нерсесов, 1889), но и современными авторами (П. В. Хлюстов, 2013, Д. А. Жуков, 2006, И. А. Трошин, 2004), в сделках «РЕПО» возникает конфликт цели и формы сделки, хотя тут же следует отметить, что подобный конфликт характерен не только для «РЕПО», но и для иных сделок, в основе которых лежит обязательство обратного выкупа, подобное явление наблюдается, в том числе, и в Латвийской Республике (к примеру, дело № 127019714/8). Вследствие существующего конфликта цели и формы сделки возникает риск переклассификации сделок из сделок купли-продажи в сделки займа под залог, имеющих иные, нежели сделки купли-продажи, правовые последствия для участников сделки, при чем такие последствия могут носить не только гражданско-правовой, но и административный характер.

Сделки «РЕПО», как обособленный вид сделок внебиржевого рынка, длительное время развивались самостоятельно, т. е. без какого-либо специального регулирования, т. е. обычай делового оборота и рыночная практика сформировала существенные элементы сделки, в том числе права и обязательства контрагентов, которые ныне участниками рынка воспринимаются как должное. Технический прогресс и развитие компьютерных технологий способствовали увеличению количества операций с ценными бумагами и глобализации как биржевого, так и внебиржевого рынка ценных бумаг, соответственно увеличилось и количество заключаемых сделок «РЕПО», носящих транснациональный характер, когда сторонами в сделках выступают контрагенты, зарегистрированные в

различных юрисдикциях, а сами сделки заключаются, используя современные каналы коммуникации.

С целью повышения безопасности и увеличения эффективности функционирования внебиржевых рынков Международная ассоциация рынков капитала (ISMA) в 1992 году разработала «Глобальное генеральное соглашение о договорах РЕПО» (Global Master Repurchase Agreement, далее – GMRA), которое длительное время являлось единственным консолидированным источником, обобщившим существенные составляющие сделки «РЕПО». Потому национальные договоры, регулирующие сделки «РЕПО», в большей или меньшей степени соответствовали положениям GMRA с учетом необходимости приспособиться к особенностям местного (национального) гражданского законодательства. Так, к примеру, Гражданский Закон Латвийской Республики (далее – «ГЗ ЛР») не знает такой формы обеспечения, как залог с переходом права собственности, который широко распространен в Великобритании, равно как в ГЗ ЛР не признается фидуциарная (трастовая, доверительная) собственность, очевидно потому до сих пор в интерпретации некоторых латвийских кредитных учреждений «РЕПО» – это сделка, в которой перехода права собственности не происходит, что, по нашему мнению, по своей юридической сути соответствует сделке маржинального кредитования, т. е. кредитования под залог ценных бумаг, которые также широко используются для привлечения финансирования, но не являются сделками «РЕПО». Сделка «РЕПО» – это сделка купли-продажи, которая в первую очередь характеризуется передачей права собственности в отношении предмета сделки.

Осуществляемая ЕС в рамках процессов гармонизации перестройка инфраструктуры рынка ценных бумаг и унификации национальных законодательств в свете последствий мирового финансового кризиса, начавшегося в 2007–2008 годах, не могла не затронуть сферы, связанные с регулированием ценно-бумажного обращения и не оказать влияния на сделки, связанные с финансированием ценных бумаг, которые часто используются в спекулятивных целях, и тем самым могут способствовать дестабилизации мировой финансовой системы в целом. В этой связи следует отметить Регулу «О прозрачности сделок финансирования ценных бумаг и их дальнейшего использования, которая дополняет Регулу 648/2012» № 2015/2365 (далее – Регула 2015/2365), впервые законодательно разграничившую сделки «РЕПО» и остальные сделки, которые связаны с финансированием ценных бумаг.

Регула 2015/2365 выделила следующие виды сделок финансирования ценных бумаг:

- сделки «РЕПО»;
- займ ценных бумаг;
- сделка продажи бумаг с откупом (buy-sell back);

– сделка маржинального кредитования,

и предоставила определения каждого из вида сделок, которые сложны для восприятия, но при этом содержат достаточно четкие критерии, направленные на разграничение каждого из видов сделки.

Наиболее интересным, на наш взгляд, является разграничение сделок «РЕПО» и сделок buy-sell back, существенное отличие между которыми в первую очередь связано с формой заключения сделки: для признания сделки сделкой «РЕПО» необходимо наличие договора, т. е. иными словами сделка «РЕПО» всегда документирована и не может существовать исключительно лишь на основании устных (электронных) договоренностей об экономической составляющей сделки, так как это происходит в сделке buy-sell back. Фактически buy-sell back – это, помимо прочего, так называемое недокументированное или техническое «РЕПО», когда стороны, не имея в своем распоряжении заключенного договора обратной продажи, составляющего единое целое сделки, могут лишь просить исполнения второго этапа сделки, полагаясь на добросовестность контрагента. При этом, по нашему мнению, к такой сделке buy-sell back должны применяться стандартные положения гражданского законодательства, относящиеся к договорам обратного выкупа, к примеру, по истечении указанной даты выкупа истекает и срок давности для права требовать выкупа бумаги.

Здесь же следует отметить, что конструкция buy-sell back не подразумевает возможности получения доходов по ценной бумаге ее продавцом, кроме как полагаясь на добросовестность покупателя, так как у продавца без наличия соответствующей договоренности, просто отсутствуют основания (договор) для требований по выплате последних, в то же время конструкция сделки «РЕПО» такова, что несмотря на переход права собственности (продажу бумаги) и отсутствие юридического права получать доход по ценной бумаге, получаемые покупателем доходы передаются продавцу, который не является юридическим собственником ценной бумаги.

В сделке «РЕПО» право использования приобретенных на время (период сделки «РЕПО») ценных бумаг, ограничивается возможностью использовать их лишь один раз заложив или продав другому контрагенту по сделке, в то время как подобных ограничений в отношении иных сделок финансирования ценных бумаг Регул 2015/2365 не содержит.

Сделки «Репо» и buy-sell back всегда связаны с переходом права собственности на ценные бумаги, в которых продавцу в установленной сделками срок возвращаются ценные бумаги в «РЕПО» – те же бумаги либо замещающие их бумаги, в сделках buy-sell back – бумаги того же описания. В свою очередь, в сделках займа ценных бумаг заемщик обязан вернуть эквивалентные ценные бумаги, что, по нашему мнению, также может указывать на возможность ис-

пользования конструкции кредита под залог, предусматривающий переход права собственности, характерный в первую очередь для английского права.

В настоящий момент представляется сложным предоставить какие-либо логичные пояснения различий, содержащихся в Регуле 2015/2365 в отношении возвращаемой ценной бумаги в дату окончания сделки финансирования ценной бумаги. Можно предположить, что Регула 2015/2365 ссылается на особенности ценной бумаги как вещи, обличенной лишь родовыми признаками и потому взаимозаменяемой, т. е. при использовании (отчуждении, залоге) бумаги либо хранении совместно с иными такими же бумагами возвращена будет вещь, отвечающая всем родовым признакам (ISIN коду), т. е. эквивалентная ценная бумага либо замещающая ее бумага, которая получена вследствие исполнения в период сделки корпоративного события: заменена на другую ценную бумагу, характеризующуюся новым ISIN кодом. По нашему мнению, вышеописанная ситуация возврата эквивалентных либо замещающих бумаг должна применяться к обоим случаям: сделкам «РЕПО» и займа ценных бумаг, так как в обеих сделках ценная бумага может использоваться контрагентами, и потому не находится на счету продавца / займодавца ценной бумаги в момент исполнения корпоративного события, в свою же очередь сделка buy-sell back связана с заключением самостоятельной сделки обратного откупа, и потому всегда является предметом отдельной договоренности контрагентов в отношении ее предмета. В случае, когда ценная бумага является предметом залога, но при этом смена счета хранения не осуществляется, вопрос возврата ценной бумаги не является актуальным, поскольку бумага не «движется», а по исполнении обязательств с нее, либо с ценной бумаги, на которую произошла замена предмета залога, лишь снимается обременение.

Как следует из вышеизложенного, Регула 2015/2365, с одной стороны, добавила определенную ясность в отношении разграничения сделок финансирования ценных бумаг и, в частности, совершенно точно указала на то, что:

1. Сделка «РЕПО» – сделка, связанная с переходом права собственности. А если переход права собственности не происходит, то это либо сделка займа ценных бумаг, либо сделка маржинального кредитования.

2. Сделка «РЕПО» всегда документирована, т. е. в отношении нее совершен договор. Если же сделка не документирована, но при этом произошла смена права собственности, то такая сделка может лишь рассматриваться как buy-sell back сделка, в отношении которой для откупа ценной бумаги требуется заключение отдельного договора, и как следствие в период сделки (т. е. между датами продажи и обратной покупки) доходы по ценным бумагам получает юридический собственник бумаги.

С другой стороны, неоднозначными являются моменты, связанные с возвращаемыми ценными бумагами, и иные важные моменты заключения сделок

финансирования ценных бумаг, что объясняется тем, что положения Регулы № 2015/2365 направлены скорее на стандартизацию видов сделок с целью применения к ним единой европейской системы репортирования и увеличения прозрачности функционирования внебиржевого рынка, а не на унификацию различных гражданско-правового подхода к заключению той или иной сделки, существующего в конкретной стране – участнице ЕС.

Тем не менее Регула № 2015/2365 – это второй по значимости (после Директивы № 2002/47/ЕК «О договорах финансового обеспечения») документ, помимо прочего, направленный на унификацию подходов, связанных со сделками «РЕПО» на территории ЕС, который так же, как и Директива 2002/47/ЕК, вызывает множество вопросов, но тем не менее вносит определенную ясность в отношении направления развития правотворческого регулирования, которое в будущем, и это очевидно, будет уточняться, ликвидируя существующие пробелы и неопределенности.